

NOGMAALS PROBLEMEN ROND DE PENSIOENFONDS- BALANS. HET VERVANGINGSWAARDEBEGRIIP EN DE WAARDERING

door Drs F. L. G. Slooff

Uit de bijdrage van de heer C. P. A. Bakker, getiteld „Problemen rondom de pensioenfondsbalans”, in het nummer van Juni jl. van dit blad, blijkt, dat hij het door mij in het mab van Februari 1954 ontwikkelde waarderingssysteem voor pensioenfondsen verwerpt en dat hij vasthoudt aan een waardering van de beleggingen van een pensioenfonds of een verzekeringmaatschappij tegen, wat hij — mijns inziens ten onrechte — de vervangingswaarde noemt, doch wat ik liever de realisatiewaarde of — om mijn opponent enigszins tegemoet te komen — de verkeerswaarde zou willen noemen.

Teneinde onze gedachtenwisseling zo vruchtbaar mogelijk te maken en te voorkomen, dat wij bij de verdediging van eigen standpunten langs elkaar heen blijven schrijven, lijkt het mij nuttig bij de behandeling van de verschilpunten telkens vast te stellen, hoever wij tezamen dezelfde weg kunnen bewandelen om ons gemeenschappelijk doel te bereiken: een bedrijfseconomisch verantwoord stelsel van waardering. Ik wil hierbij reeds vooropstellen, dat onze opvattingen niet zo ver uiteenlopen als wellicht op het eerste gezicht lijkt.

Ik meen de opvattingen van mijn geachte opponent geen geweld aan te doen, wanneer ik stel, dat wij het eens zijn inzake de volgende vereisten, waaraan een behoorlijk gefundeerd waarderingssysteem moet voldoen:

1. Voor het beoogde doel gelijkwaardige beleggingen dienen tegen gelijke bedragen op de balans te verschijnen.
2. De verplichtingen behoren met een overeenkomstige maatstaf gemeten te worden als de hier tegenover staande beleggingen.
3. Het inkomen uit de beleggingen dient zo juist mogelijk over de tijd verdeeld tot uitdrukking gebracht te worden in de jaarrekening.

Mochten ons beider pennevruchten er slechts toe leiden, dat men in breder kring deze drie grondbeginselen van de waarderingsleer naar beste weten tracht toe te passen, dan behoeven wij over het resultaat van ons streven niet ontevreden te zijn.

In dit opstel wil ik nog een poging ondernemen voor datgene, wat de heer Bakker en mij scheidt, een overbrugging tot stand te brengen.

Laat ons eerst nagaan, hoe mijn opponent en ik tot een verschillende uitwerking komen van het grondbeginsel, dat gelijkwaardige beleggingen tegen gelijke bedragen op de balans moeten verschijnen.

Ik neem aan, dat Bakker ook nog met mij accoord gaat inzake de wenselijkheid bij de waardering van de beleggingen van een pensioenfonds bedrijfseconomisch zo goed mogelijk gefundeerd tot uitdrukking te brengen de contante waarde per balansdatum van:

1. de hoofdsommen;
2. de revenuen, welke tijdens de resterende duur zullen worden afgeworpen.

Zelf zou ik willen spreken over de waarde voor de *eigenaar*, maar omdat ik er niet van overtuigd ben, dat mijn opponent hiermede accoord gaat, laat ik voorlopig de toevoeging *eigenaar* weg. Ik vind voor mijn standpunt echter steun bij Prof. A. Mey, die in het mab van September 1952 schreef.

„De vervangingswaarde is onder alle omstandigheden en voor ieder de kwantitatieve voorstelling van de betekenis, welke goederen en diensten hebben voor de *bezitters*, zo lang zij in de samenleving in regelmatige en continuele stroom worden voortgebracht. Slechts in bepaalde gevallen — nl. wanneer de continuïteit verbroken is en de voorraad niet vervangbaar is — treedt het alternatief der opbrengstwaarde in de plaats der vervangingswaarde”¹⁾

Bakker lost het waarderingsprobleem steeds op door de marktprijs op de balansdatum in de jaarrekening op te nemen als de waarde voor de beleggingen. In de marktprijs zijn immers alle factoren, die de waarde bepalen, verdisconteerd. Dit lijkt heel simpel en objectief. Hierdoor vond deze waarderingswijze oorspronkelijk algemeen toepassing voor de ter beurse genoteerde effecten. In de praktijk bleek echter het falen van dit systeem, daar het juist in tijden van stijgende rente — en dus stijgende inkomsten — grote boekverliezen veroorzaakte.

Elke periode van aanmerkelijke rentestijging gaf dan ook nieuwe uitvallers te zien: de eerste wereldoorlog b.v. een van de grootste Nederlandse spaarbanken en de twintiger en dertiger jaren mede een aantal vooraanstaande levensverzekeringmaatschappijen. Bij de herziening, in 1950, van de modelstaten voor de levensverzekeraars was de Verzekeringskamer genegen de vermelding van beurskoersen en beurswaarden op de effectenstaten te laten vervallen. Door de oppositie van bepaalde maatschappijen bracht zij haar voornemen niet tot uitvoering²⁾. Het jaar 1951 — waarin de beurskoersaanhangers zich opnieuw arm rekenden — eiste echter eveneens zijn tol³⁾.

Veelal uit sleur, niet uit overtuiging, houden talrijke institutionele beleggers zich nog steeds — zij het meestal slechts voor een gedeelte van hun beleggingen — aan de marktprijs. Dat hierbij geen sprake is van principes leert het feit, dat zij niet alleen onderhandse leningen, maar mede boven pari noterende obligaties of soms zelfs alle *overheids*obligaties, tegen de nominale of de lossingswaarde opnemen en alleen de overige obligaties tegen de marktprijs. Bakker is tenminste konsekvent, wanneer hij voorstelt onderhandse leningen te waarderen op basis van de op de balansdatum vigerende rentegamma's en bij het volgen van de beurskoersen geen uitzondering wil maken voor boven pari genoteerde obligaties⁴⁾.

De bekende deskundige uit de verzekeringswereld, Prof. van Haaften, is ook de overtuiging toegedaan, dat het vasthouden aan de beurskoers gewoonlijk niet uit principiële overwegingen geschiedt. Hij schreef immers in een door de Nederlandse Vereniging ter Bevordering van het Levensverzekeringswezen (de Bedrijfsgroep Levensverzekering) uitgegeven brochure, dat men er vrij algemeen op voorbereid is om bij een sterke daling van koersen het beurskoerssysteem grotendeels te verlaten⁵⁾.

Bij de betrekkelijk jonge bedrijfspensioenfondsen komt men het verkeerswaardestelsel niet veel meer tegen. Heel geleidelijk begint het inzicht te rijpen, dat de marktprijs een verkeerde voorstelling geeft van de waarde, die vaste inkomsten afwerpende beleggingen hebben voor de eigenaar, die deze stukken tot de aflossing *kan* aanhouden.

1) Prof. Dr A. Mey, Vermogensrechtelijke staatsboekhouding versus kameraalstijl, mab, September 1952, blz. 329. Cursivering van schr. dezes.

2) Prof. Dr M. van Haaften, „Beurskoersenstelsel of contante-waardensysteem?”, De Verzekeringsbode, 2 Januari 1953.

3) Zie schr. dezes, mab., Februari 1954, blz. 68.

4) Mab., Juni 1954, blz. 267.

5) Prof. Dr M. van Haaften, „De nieuwe modelstaten voor de levensverzekering” 1951, blz. 52.

Als een van de laatste *principiële* verdedigers van het verkeerswaarde-systeem tracht mijn opponent Bakker stand te houden. Hij probeert dit stelsel nieuw leven in te blazen door het te propageren als een toepassing van de vervangingswaardeleer. Ik meen echter, dat Bakker zijn waarde-ringswijze, voor zover dit pensioenfondsen e.d. betreft, ten onrechte tooit met dit zo en vogue zijnde etiket. Ik zal een poging wagen, dat met de steekhoudende argumenten waarnaar hij vraagt⁶⁾, aan te tonen.

Bakker neemt als vervangingswaarde de marktprijs of — voor niet op een beurs genoteerde beleggingen — de op basis van de per balansdatum in zwang zijnde rentegamma's berekende opbrengstwaarde. Hij beweert hiermede analoog te handelen als met de waardering van handelsvoorraden door de aanhangers van de vervangingswaardeleer geschiedt. Daar Bakker eigenlijk niet op mijn critiek op zijn uitlegging van de vervangings-waarde-leer is ingegaan, voel ik mij genoopt zijn, mijns inziens foutieve, denkbeelden hieromtrent grondiger te weerleggen. Hiertoe dienen wij eerst na te gaan, welke betekenis het vervangingswaardebegrip voor handelsvoorraden heeft.

Een handelsvoorraad wordt aangehouden om er inkomsten uit te trekken; hetgeen geschiedt door verkoop met winst op een verkoopmarkt. Wil de handelaar nu zijn bedrijf en — hier gaat het om! — zijn inkomenstroom hieruit continueren, dan zal hij de door verkopen inkrimpende goederen-voorraad op peil moeten houden door gelijktijdige aanvulling op een inkoopmarkt. De prijs, die de handelaar daar moet betalen voor de vervan-ging, is voor hem de waarde van de verkochte goederen, want dit is het offer, dat hij moet brengen om zijn inkomenstroom in stand te houden. Tegen deze prijs, de vervangingswaarde, plaatsen — terecht — de aanhangers van de vervangingswaardeleer de gehele voor verkoop aangehou-den voorraad op de balans. De waarde hiervan is immers voor de *houder* noch de prijs bij aanschaffing, noch de prijs bij verkoop, maar de prijs, die hij moet betalen om zijn inkomenstroom ongewijzigd te laten voortvloeien. Slechts indien de verkoopprijs beneden de vervangingswaarde ligt — en aanvulling dus niet rationeel meer is — is de waarde van de voorraad de opbrengstprijs. Dit is — meen ik — summier samengevat de vervangings-waardeleer, toegepast op handelsvoorraden. Voor een uitvoeriger behan-deling moge ik verwijzen naar het leerboek van Prof. J. L. Mey ⁷⁾.

In hoeverre kunnen nu de tegenover pensioenverplichtingen staande be-leggingen vergeleken worden met een handelsvoorraad? Om te beginnen koopt een pensioenfonds geen vaste inkomsten afwerpende beleggingen op een „goedkopere” inkoopmarkt om deze met winst op een „duurdere” verkoopmarkt te verkopen. Hiervan is voor obligaties wél sprake bij effec-tenarbitrage of introductie-activiteit. De arbitrageant of introductent dient zijn voorraad, zolang hij deze nog kan aanvullen, dan ook te waardenen tegen de vervangingswaarde op de balansdatum, in tegenstelling tot de opbrengstprijs, die hij bij plaatsing maakt.

Slechts wanneer de kans groot is, dat vaste rente dragende beleggingen vóór de aflossingsdatum verkocht zullen *moeten* worden, is waardering tegen de marktprijs verdedigbaar.

Daar voor officieel genoteerde effecten de in- en verkoopmarkt samen-vallen, is dan — abstraherend van kosten — de opbrengstwaarde gelijk aan de vervangingswaarde per dezelfde datum. Voor incurante fondsen, waarvoor afwijkende bied- en laatnoteringen voorkomen, dient niet tegen

⁶⁾ Mab., Juli 1953, blz. 310.

⁷⁾ Prof. Dr J. L. Mey jr., Leerboek der Bedrijfseconomie, Deel I, Hoofdstuk XVI.

vervangingswaarde, maar tegen de lagere opbrengstwaarde gewaardeerd te worden.

Aangezien men de waarde van activa behoort te bepalen naar de betekenis, die zij voor de *eigenaar* hebben ⁸⁾, en het niet in de bedoeling van een pensioenfonds ligt geldwaarden met een boven elke twijfel verheven boniteit tussentijds af te stoten, is voor een dergelijke houder de marktprijs op de balansdatum geen juiste maatstaf voor de waardering. Verkoop van zulke stukken vindt slechts plaats om gebruik te maken van een relatieve overwaardering ten opzichte van gelijkwaardige andere beleggingen en dus — geachte heer Bakker — tengevolge van een foutieve notering ter beurze. *Hier wordt dan eigenlijk gebruik gemaakt van het feit, dat de opbrengstwaarde boven de vervangingswaarde* ⁹⁾ *van dat moment ligt.*

De „natuurlijke” vervanging vindt plaats op de aflossingsdatum. Naar de *vervangingswaarde* op *dit* moment, welke de grootte heeft van het bij lossing te ontvangen bedrag, dient men zich derhalve op *elk* tijdstip bij de waardering te richten. Dat het begrip vervangingswaarde niet aan de balansdatum gebonden is, maar aan het *moment van vervanging*, is niet slechts een particuliere opvatting van mij, heer Bakker. U leze het volgende citaat van de erkende voorvechter van de vervangingswaardeleer Prof. A. Mey: „Afgescheiden van die afdekking van voorraad is en blijft het waar, dat de verworven kwantiteiten de voorziening met grondstoffen beoogen van de latere productie, dat de waarde der in die productie te verwerken grondstoffen zal moeten worden gerekend naar de *dan geldende vervangingswaarde* en dat de producten naar de waarde van het *moment van de ruil* moeten worden gecalculeerd” ¹⁰⁾. In de schaduw van deze analoge redenering durf ik met een gerust hart mijn stelling handhaven, dat men blijvende beleggingen eveneens behoort te waarden naar hun waarde op het moment van de ruil, dat is voor hen het moment van aflossing.

Ik geloof niet, dat ik na voorgaand betoog over de vervangingswaarde nog veel woorden behoef te besteden aan de ongelukkig bedachte inbraakhistorie van Bakker ¹¹⁾. Hiermede illustreert hij wel heel duidelijk zijn denkfout: het uit het oog verliezen van het vereiste, de beleggingen op de balans te waarden naar de betekenis, welke zij voor de *houder* hebben. Of belegging A — via inbraak en assurantievergoeding ten bedrage van de vervangingswaarde op *dat* moment — in de plaats treedt van gelijkwaardige belegging B, is voor ons waarderingsprobleem volkomen irrelevant.

Laat ons thans nagaan voor welke *bedragen* de hoofdsommen en de toekomstige revenuen van vaste rente dragende beleggingen in de balans opgenomen dienen te worden.

Men zou de activa van een pensioenfonds hiertoe beter kunnen vergelijken met de productiemiddelen van een onderneming, welke eveneens geruime tijd inkomen afwerpen, dan met een handelsvoorraad. Nu heeft het „productiemiddel” lening, de aangename eigenschap tijdens de „productie” niet te slijten. De restwaarde nadert dus niet, zoals b.v. bij machines, meer en meer tot nul. Leefden wij in een renteloze maatschappij, dan zou een waardering van leningen geen enkel probleem opleveren; de waarde zou dan steeds gelijk zijn aan de grootte van de vordering op de debiteur.

⁸⁾ Zie blz. 63.

⁹⁾ De prijs van andere, voor het beoogde doel gelijkwaardige eenheden.

¹⁰⁾ Prof. Dr. A. Mey, „Waardeverantwoording, winstcalculatie en waarderingsmoment”, mab., Januari 1952, blz. 16. Afdekking slaat op termijnafdekking. De cursivering is van schrijver dezes.

¹¹⁾ Mab., Juni 1954, blz. 265.

Onder de huidige maatschappelijke verhoudingen verlangt men evenwel een vergoeding voor de beschikbaarstelling van geld. Daar de grootte van deze vergoeding mede afhankelijk is van de situatie op de kapitaalmarkt, zal men een lening van een bepaald rentetype op verschillende tijdstippen tegen afwijkende, soms beneden, soms boven de lossingswaarde liggende prijzen kunnen kopen. Het verschil tussen de uitgaafprijzen en de lossingswaarde — de „restwaarde” van de obligatie — dient men vanzelfsprekend — zoals dat eveneens bij de toepassing van de vervangingswaardeleer geschiedt voor machines en huizen — zo exact mogelijk over de tijd verdeeld bij of af te schrijven ¹²⁾. Ik heb in par. 5 van mijn artikel over de pensioenfondsbalans gepoogd hiervoor een aanvaardbare methode te ontwerpen. Op grond van het feit, dat een verschil in uitgaafprijs een verschil in afschrijvingspercentages tengevolge heeft (hoe zoudt U dan willen afschrijven, heer Bakker?) verwijt mijn opponent mij — en derhalve ook alle aanhangers van de vervangingswaardeleer, die op analoge wijze afschrijven — voort te bouwen op de uitgaafprijsgedachte. Bakker heeft dus helemaal niet in de gaten, dat dit verschil in afschrijvingspercentages eigenlijk het verschil in *rendement* aangeeft, dat tegen afwijkende prijs gekochte, gelijkwaardige activa afwerpen. Hem ontgaat blijkbaar bovendien, dat het baseren van afschrijvingen op de marge tussen uitgaafprijs en restwaarde heel iets anders is dan het bepalen van de waarde van activa op basis van het effectieve rendement bij aanschaffing, waarbij *wel* de uitgaafprijsgedachte om de hoek komt kijken ¹³⁾.

Hiermede is dan de waardering van de *hoofdsommen* van geldwaarden behandeld. Ik cursiveer, omdat Bakker mij — ofschoon ik 4 bladzijden (par. 6) wijd aan de waardering van de revenuen — verwijt, dat ik bij de waardebepaling slechts het lossingsbedrag in aanmerking neem.

Bij de waardering van de opbrengsten dient men weer konsekwent de vervangingswaardeleer in zijn — mijns inziens — juiste betekenis toe te passen. Men mag de contante waarde per balansdatum van de toekomstige rente-ontvangst niet berekenen op basis van de vigerende rentegamma's — hetgeen eigenlijk op onvolkomen wijze bij de koersbepaling ter beurze geschiedt — maar men moet zo goed mogelijk taxeren, wat de gemiddelde rente over een lange termijn zal zijn. Hierbij zinkt de betrouwbaar lijkende grond van het heden wel onder de voeten weg en waagt men zich aan een waarde-oordeel omtrent een onzekere toekomst, maar voor wie niet is blijven steken in de kinderschoenen van de vervangingswaardeleer, zal dit geenszins revolutionnair in de oren klinken. En anders leze men maar eens het zeer leerzame artikel van J. L. Mey in *Economie* van September 1946 ¹⁴⁾. Wat ik voorstel is echt *waarden*, heer Bakker, in tegenstelling tot het klakkeloos overnemen van toevallige en waarschijnlijk door volkomen ondeskundige personen tot stand gebrachte beursnoteringen, die voor de blijvende belegger zonder betekenis zijn.

Van de omvang van de koersanomalieën ter beurze — vooral in tijden, waarin de rente sterk fluctueert — schijnt Bakker zich niet voldoende bewust te zijn. Daarom zal ik een voorbeeld geven. Op 21 September 1951 noteerden de nog gemiddeld ca 32 jaar lopende $3\frac{1}{4}$ % Beleggingscertificaten $89\frac{1}{2}$ % en zij wierpen een rendement af van ca 3,9 %. De gemiddeld nog ca. 9 jaar lopende 3 % obligaties Noord-Holland 1947 II renderden daarentegen op een koers van ca 89 % ca 4,7 %. Tegen welke koers neemt

¹²⁾ Zie ook Prof. Dr N. J. Polak, „Enige grondslagen voor de financiering der onderneming”, Deel II, Hoofdstuk III, par. 8.

¹³⁾ Zie mab. Juni 1954, blz. 267.

¹⁴⁾ Dr J. L. Mey jr., „Kapitaal-handhaving en vervangingswaardetheorie”.

Bakker nu een gemiddeld ca 32 jaar lopende $3\frac{1}{4}$ % onderhandse lening van Noord-Holland op in zijn balans per 21 September 1951?

Met het voorgaande is tevens weerlegd, dat mijn veel gematigder voorbeeld op blz. 75, alinea 3, zich in werkelijkheid niet zou kunnen voordoen. Ik zou hier nog aan toe kunnen voegen, dat hoog rentende, niet vervroegd aflosbare obligaties — uit fiscale, doch voor pensioenfondsen van geen betekenis zijnde overwegingen — vrijwel steeds hoger renderen dan stukken van een laag rentetype ¹⁵⁾.

Ik geef grif toe, dat het contant maken van de toekomstige opbrengsten niet eenvoudig is. Dat dit veelal niet exact kan geschieden heb ik trouwens — meen ik — duidelijk te kennen gegeven. Ik heb echter in § 6 een poging gedaan de werkelijkheid zo goed mogelijk te benaderen. Mocht iemand een betere benaderingsmethode kunnen uitdenken, dan wil ik mij gaarne achter hem scharen. De wijze, waarop mijn opponent zich van dit probleem afmaakt, kan ik helaas niet tot de opbouwende critiek rekenen.

Aan het psychologisch bezwaar, dat Prof. van Haaften heeft tegen het contante-waardenstelsel, zoals dat door Ir Smit verdedigd is, n.l., dat het het wantrouwen van het niet deskundige publiek zal wekken, indien een voor 93 % gekochte obligatie meteen voor 108,78 % in de balans verschijnt ¹⁶⁾, wordt — meen ik — in voldoende mate tegemoet gekomen door mijn voorstel de obligaties slechts tegen hun lossingswaarde in de balans op te nemen, het koersverschil tussen de aanschaffingsprijs en de lossingswaarde via de waarderingsverschillenrekening geleidelijk in de loop der jaren aan de resultatenrekening ten goede te laten komen en de contante waarde van de rentevershillen ten opzichte van de rekenrente apart op de balans te vermelden en hiertegenover een reserve te vormen. Men krijgt zodoende wel enige posten meer op de balans, maar ik heb niet de indruk, dat deze daardoor voor de leek onleesbaarder zal worden. De belangstellende behoeft zich immers niet te verdiepen in de wijze, waarop de extra balansposten tot stand zijn gekomen; wel mag hij uiteraard een eenvoudige verklaring verlangen omtrent hun betekenis. De heer Bakker wil toch zeker ook niet de premiereserve vervangen door een „saldo van inkomsten en uitgaven sedert de oprichting”, omdat de verzekerden zich geen voorstelling kunnen vormen van de wijze, waarop de premiereserve tot stand is gekomen. De handtekeningen van accountant en actuaris dienen er borg voor te staan, dat de verschillende posten op juiste wijze zijn berekend. En zoals thans reeds het vraagstuk of een balans van een onderneming, waarop de activa tegen de uitgaafprijs zijn gewaardeerd, nog door een accountant voor accoord getekend mag worden een discussiepunt is geworden, zo zal wellicht ook eens de tijd aanbreken, waarop dezelfde vraag gesteld zal worden ten aanzien van activa van een pensioenfonds, welke gewaardeerd zijn tegen de uitgaafprijs of tegen de marktprijs op de balansdatum inplaats van tegen de waarde welke zij voor de verzekerden hebben. Dit lijkt misschien erg kras gesproken, maar wie zich realiseert tot welke ongerijmdheden het systeem-Bakker aanleiding geeft, zal een dergelijke veronderstelling niet zo vreemd in de oren klinken.

Indien de rente daalt gaat Bakker zowel zijn activa als zijn passiva hoger waarden. Bij gelijke gemiddelde duren van de premiereserve en de daar

¹⁵⁾ Ik ben hier uitvoeriger op ingegaan in mijn artikel „De betekenis van rentetype, looptijd en rendement van vaste inkomsten gevende beleggingen” in Bank- en Effectenbedrijf van October 1954, blz. 45—49.

¹⁶⁾ Prof. Dr M. van Haaften, „Beurskoersenstelsel of contante-waardensysteem?”, De Verzekeringsbode, 2 Januari 1953.

tegenover staande beleggingen, zullen op de balans de activa en de passiva (premiereserve plus eventueel eigen vermogen) uiteraard met eenzelfde percentage toenemen ¹⁷⁾). De eerste indruk van de lezer, die een groter eigen vermogen ziet, zal zijn, dat de positie van het fonds is verbeterd. Het systeem-Bakker kan derhalve bij gelijke duur van activa en premiereserve een verkeerde indruk geven. Een aandachtiger beschouwing leidt evenwel tot de conclusie, dat het eigen vermogen in absolute zin wel is toegenomen, doch dat er relatief niets is veranderd. Dit is — wanneer men wat dieper over deze materie nadenkt — ook vanzelfsprekend. Op de pensioenfonds-balans vindt men de contante waarde van toekomstige baten en lasten en daar de omvang van activa en passiva gelijk is (met het eigen vermogen als saldo), zal het bij gelijke duur van verplichtingen en beleggingen volkomen irrelevant zijn met welke rekenrente, mits gelijk voor activa en passiva, gedisconteerd wordt. De verhouding verplichtingen-eigen vermogen zal steeds constant blijven. Of men dus van jaar tot jaar met dezelfde op een lange toekomstverwachting gegronde rekenrente contant maakt of met een jaarlijks wisselende „gemiddelde rente op de balansdatum” — hetgeen Bakker in feite doet — het resultaat blijft hetzelfde. Er is dus geen enkele reden aanwezig om bij een rentedaling de pensioengerechtigden te verblijden met een boekwinst op de activa, die volledig gecompenseerd wordt door een toeneming van de verplichtingen. In feite wijzigt zich bij een verandering van het rentepercentage op de kapitaalmarkt niets in de inkomenstroom uit de *bestaande* beleggingen en derhalve ook niets in hun betekenis voor het pensioenfonds. Het heen- en weergereken van Bakker kan, behalve tot onnodige arbeid, slechts aanleiding geven tot verwarring bij de dit omrekenen niet begripvullende verzekeringen. De wijze, waarop het beleggen of herbeleggen tegen lagere rente op de balans tot uitdrukking kan komen, behandelen wij later nog.

Prof. van Haaften is ook de mening toegedaan, dat voor het bepalen van de positie van een verzekeringsinstelling het werken met contante waarden de voorkeur verdient boven het toepassen van het beurskoersensstelsel, wanneer de gemiddelde vervaltijd van de uit de activa te verwachten ontvangsten aan intrest en aflossingen gelijk is aan de gemiddelde vervaltijd van de jaarlijkse verschillen tussen de premieontvangsten en verzekeringsuitkeringen ¹⁸⁾). In werkelijkheid zal er echter — wat Bakker terecht opmerkt ¹⁹⁾ — wel nimmer sprake zijn van synchronisatie.

Bij verschil in duren — waarbij hij zegt uit te gaan van de realiteit, dat de looptijd van de beleggingen korter is dan die van de premiereserve — staat volgens van Haaften een contante-waardenmaatschappij ten achter bij een beurskoersmaatschappij, want bij een kleinere duur van de activa zal bij rentedaling de premiereserve van een beurskoersmaatschappij meer stijgen dan de activa, hetgeen, overeenkomstig de werkelijkheid, een verslechtering van de positie van de betreffende maatschappij inhoudt; bij een contante-waardenmaatschappij verandert er daarentegen niets in de situatie. Ik meen — in hoeveel opzichten ik het overigens met Prof. van Haaften eens ben — dit standpunt van hem te moeten bestrijden. Van Haaften ziet bij zijn voorstelling van zaken twee dingen over het hoofd.

De stelling, dat de duur van de activa in de regel korter is dan die van de premiereserve is slechts aanvaardbaar bij lage rentestand. Een fonds,

¹⁷⁾ Bij gelijke rekenrente voor activa en passiva.

¹⁸⁾ Prof. Dr. M. van Haaften, „Contante-waardensysteem en extra reserve”, De Verzekeringssode, 27 Maart 1953, blz. 97 en 98.

¹⁹⁾ Mab., December 1952, blz. 493.

hetwelk een juiste beleggingspolitiek voert, dient immers in tijden van hoge rente en met een grote kans, dat de rente zal gaan teruglopen, pogingen te ondernemen om de vervaltijden van de activa zover mogelijk naar de toekomst te verschuiven. Bij een deskundig beheerd pensioenfonds zal in een dergelijke periode de duur van de activa zo groot mogelijk en liefst zelfs groter zijn dan die van de passiva. Het laatste leidt, wanneer de rente inderdaad gaat dalen, volgens het systeem-Bakker tot een grotere toename van de activa dan van de premiereserve en tot een niet alleen absoluut, maar ook relatief groeiend eigen vermogen, waardoor de lezer gesuggered wordt, dat het weerstandsvermogen van het fonds is verstevigd. Dit is uiteraard flagrant in strijd met de werkelijkheid. Door een neerwaartse tendens van de rente zal — ook al is dit door een gemiddeld lange looptijd van de activa zoveel mogelijk beperkt — de inkomenstroom, bij gelijkblijvende uitkeringen, geleidelijk smaller worden, totdat de daling in zijn tegendeel verkeert. Zou men dus, op basis van de verwachtingen op korte termijn, een correctie willen aanbrengen in de omvang van het eigen vermogen van het fonds dan mag dit in geen geval gunstiger worden voorgesteld.

Bij het systeem-Bakker ziet men alleen als resultaat van een foutieve beleggingspolitiek ²⁰⁾ — een kortere duur van de activa bij een teruglopende rentestand — een kleiner eigen vermogen op de balans verschijnen. Er bestaat dan echter geen enkele relatie tussen deze reductie van het eigen vermogen en de waarschijnlijke teruggang in de inkomsten. Het verkeerswaardestelsel maakt namelijk de fout, dat het in een balans, die de toekomst in het heden moet projecteren, tot uitdrukking tracht te brengen de gevolgen van een rentedaling, vergeleken bij een tijdstip in het verleden, door het lager waarden van bestaande beleggingen, waarvan de grootte van het inkomen, dat zij afwerpen onveranderlijk vastgelegd is in het verleden door hun uitgaafprijs, looptijd, rentetype en lossingswaarde. En zelfs al moet op de balansdatum alles (her)belegd worden dan geeft het stelsel van Bakker nog een verkeerd beeld, omdat het ten onrechte waardeert alsof *de rente voor de verdere duur van de lopende overeenkomsten van het pensioenfonds niet meer zal fluctueren.*

Hiermede kom ik tevens tot mijn tweede bezwaar tegen de door mij overigens zo gewaardeerde uiteenzettingen over het waarderingsprobleem van van Haaften in De Verzekeringsbode. Van Haaften verliest — mijns inziens — bij zijn vergelijking van het beurskoersenstelsel en het contante-waardensysteem een van de wezenskenmerken van het laatste uit het oog: het disconteren met een rentevoet — uiteraard voorzichtig vastgesteld — welke men gedurende zeer lange tijd, ten minste tijdens de gehele duur van de verplichtingen, *gemiddeld* verwacht. Of de werkelijke rentegamma's soms hoger of soms lager liggen is zonder betekenis, zolang het slechts tijdelijke — b.v. conjuncturele — schommelingen betreft en zich geen duidelijk structurele wijzigingen voordoen.

Door de schommelingen van het rentepeil wijzigt zich niets in de opbrengsten van de bestaande beleggingen, doch alleen uit *nieuwe* beleggingen zal men een ander inkomen krijgen. Volgens mijn methode worden deze wijzigingen tot uitdrukking gebracht, zodra zij in werkelijkheid optreden door de veranderingen, die dan de post „contante waarde renteverschillen” (ten opzichte van de rekenrente) ²¹⁾ ondergaat. Er is dus geen

²⁰⁾ Waarvan de twee voorbeelden van van Haaften in De Verzekeringsbode van 9 Januari 1953, blz. 12, rechter kolom en het tweede voorbeeld op blz. 99 van De Verzekeringsbode van 27 Maart 1953 een illustratie zijn.

²¹⁾ Mab., Februari 1954, blz. 74 e.v.

reden om de rekenrente — zoals dat bij het verkeerswaardestelsel feitelijk geschiedt — te laten variëren overeenkomstig de fluctuaties op de kapitaalmarkt. De rekenrente behoort immers zo voorzichtig gekozen te zijn, dat een eventuele daling van de post „contante waarde renteverschillen” te zijner tijd weer door een stijging gecompenseerd zal worden.

Een ruime overrente bij een neergaande tendens van de rentestand geeft wel een indicatie, dat een juiste beleggingspolitiek is gevoerd en dat de activa een lange duur hebben, maar om een zo goed mogelijke beoordeling van de positie van een pensioenfonds mogelijk te maken, lijkt het mij aanbevelenswaardig om naast de rekenrente in het jaarverslag ook de (gewogen) gemiddelde duur van de premiereserve en de beleggingen te vermelden.

Bakker acht het herhaaldelijk wijzigen van de rekeningen niet bezwaarlijk. Hoe ver hij — zijn principes konsekwent doorvoerend — hiermede wil gaan, blijkt uit zijn vraag in Juli 1953 „of nu de rentestand weer wat gestegen is, de tijd is aangebroken om opnieuw om te rekenen en wel naar een hogere technische rentevoet”²²⁾; hij doelde op meer dan 3 %. Thans, na anderhalf jaar, zou hij reeds kunnen terugkeren tot een 3 % rekenrente.

Wil men bij het verkeerswaardestelsel een redelijke vergelijkbaarheid van de activa met de passiva bereiken, dan moet men de premiereserve, zoals dat door Dr Moll reeds in 1908 is verdedigd, berekenen met de „doorsneerente”, welke op de activa wordt gemaakt.²³⁾ Het zal dan om een zo juist mogelijk beeld te krijgen wenselijk zijn te werken met de gewogen gemiddelde effectieve rendementen. Dit zal vrijwel elk jaar een andere rekenrente opleveren; zelfs als enige afronding wordt toegepast. Door voorzichtigheidshalve, zoals Moll aanbeveelt, de rekenrente voor de premiereserve $\frac{1}{4}$ % beneden de doorsneerente te nemen, voert men echter weer stille reserves in en vertroebelt men het beeld. De praktijk vat het omrekenen op een andere rentevoet niet zo licht op als Bakker. Ik citeer een van de grootste levensverzekeringmaatschappijen: „alvorens dit zeer omvangrijke werk ter hand te nemen, zouden wij er dan ook de voorkeur aan gegeven hebben eerst eens de ontwikkeling van de rentevoet in de komende jaren af te wachten”²⁴⁾.

Laat men bij het wijzigen van de rekenrente zijn verwachtingen meespreken, zoals Bakker dat op blz. 308 van zijn artikel in het mab van Juli 1953 doet: „Hoe meer de rentestand stijgt, des te groter zal als regel de veiligheidsmarge moeten zijn. De bepaling hiervan is een kwestie van praktisch inzicht, waarbij het oordeel omtrent de toekomstige ontwikkeling van de rentevoet een gewichtige rol speelt”, dan wordt de premiereserve in feite niet meer berekend naar de rentestand op de balansdatum, maar op basis van een renteverwachting. Bakker nadert zodoende voor de bepaling van de premiereserve de waarderingswijze, die ik eveneens voor de daar tegenoverstaande beleggingen heb bepleit. Door alleen voor de passiva met *renteverwachtingen* rekening te houden, maar niet voor de activa, krijgt men vanzelfsprekend tweeslachtigheid in de verslaggeving.

Bij het waarderen van de toekomstige baten en lasten is mijns inziens het kiezen van een zodanige rekenrente, dat deze — voor zover dat menselijkerwijze valt te voorzien — voor de duur van de bestaande contracten nimmer gewijzigd zal behoeven te worden, een eerste vereiste. Want door

²²⁾ Mab., Juli 1953, blz. 308.

²³⁾ Dr D. P. Moll in De Verzekeringsbode van 20 Juni 1908.

²⁴⁾ Het jaarverslag over 1945 van de Eerste Nederlandsche Verzekering-Maatschappij op het leven en tegen invaliditeit.

het overgaan op een andere rekenrente, dat wil zeggen op een andere maatstaf, krijgt men bij vergelijkingen in de tijd — *evenals bij het verkeerswaardestelsel* — een scheef getrokken beeld ²⁵⁾. Dit — en niet het vele, nodeloze, daaraan vastzittende werk — heer Bakker, is mijn *hoofdbezwaar* tegen het „omrekenen”. Naarmate men veelvuldiger de rekenrente wijzigt nadert men meer het verkeerswaardestelsel, hetwelk au fond niets anders is dan een veelal zeer gebrekkige — de beurskoersen! — waardering van de contante waarde van toekomstige baten en lasten met als rekenrente de „gemiddelde” rente op de balansdatum. *En zo is dan het verschil tussen de opvattingen van Bakker en die van mij teruggebracht tot een verschil in vooruitzien.*

Ik schreef reeds, dat men de premiereserve met dezelfde rekenrente behoort te berekenen als de daar tegenoverstaande activa. Alleen op deze wijze is de werkelijkheid zo goed mogelijk te benaderen.

Ik zie niet in, waarom — zoals Bakker betoogt ²⁶⁾ — een lagere rekenrente voor de verplichtingen genomen zou moeten worden uit hoofde van de een of andere kostenfactor. In de premiereserve zelf moet immers reeds een voldoende kostenopslag verwerkt zijn. Men dient de verplichtingen natuurlijk zo nauwkeurig mogelijk vast te stellen; hetgeen alleen is te verwezenlijken door een pensioenregeling, waarvan de opzet een minimum aan onzekerheden garandeert. Een eerste vereiste is evenwicht tussen de stortingen voor en de rechten van de individuele deelnemers. Het zogenaamde individuele stelsel, waarbij iedere premiestorting voor één deelnemer de koopsom is voor een vaststaand pensioengedeelte voor hem, geeft dit. Salaris-dienstjarengrondslagen of doorsneepremies voldoen hieraan in geen geval ²⁷⁾. Heeft men het ongeluk gebonden te zijn aan een aanvechtbaar pensioenreglement dan is er des te meer reden om te zorgen, dat ten minste zo duidelijk mogelijk blijkt, welke waarde aan de activa gehecht mag worden en in hoeverre er sprake is van onder- of overrente ten opzichte van de rekenrente, waarmede de verplichtingen zijn getaxeerd. Dat de toekomst niet met onfeilbaarheid te voorspellen valt, vormt nimmer een gegronde verontschuldiging om niet te trachten naar beste kunnen te *waarderen*. Indien men in het jaarverslag verklaart hoe men tot zijn cijfers is gekomen, dat wil zeggen duidelijk aangeeft met welke rekenrente, sterf-tetafels etc. is gewerkt, en de activa en passiva boekt, zoals ik heb voorgesteld, dan krijgt de lezer voldoende materiaal om zelf tot een zo goed mogelijk gefundeerd oordeel te kunnen komen inzake de positie van het betreffende fonds. Dit is uitgesloten, wanneer een jaarrekening allerlei vaag omschreven posten bevat en onnodige stille reserves of — nog erger — tekorten verbergt. Ik geef dadelijk toe, dat bij het door mij aanbevolen systeem ook aan de kant van de activa nog stille reserves in sommige posten — b.v. in de „contante waarde van de renteverschillen” — schuil gaan, maar zij zijn dan in elk geval — voor zover ik dat zie — *teruggebracht tot het laagste bedrag, dat redelijkerwijze valt te bereiken.*

Het gebruiken van een juiste maatstaf bij de waardering is niet slechts van academische betekenis, maar dit kan werkelijk van niet te onderschatten belang zijn voor de deelnemers van een pensioenfonds, zoals uit het volgende, aan de praktijk ontleende voorbeeld moge blijken. In 1954 deed een van de grootste Nederlandse bankinstellingen een poging om de financiële gevolgen van de Pensioen- en spaarfondsenwet voor haar pensioen-

²⁵⁾ Dit is ook de mening van Prof. Dr C. Campagne in „Het weerstandsvermogen van levensverzekeringmaatschappijen”, mab., December 1953, blz. 486.

²⁶⁾ Mab., Juni 1954, blz. 266.

²⁷⁾ Voor uitvoeriger uiteenzettingen op dit gebied leze men: Dr H. Thierry, „Pensioen- en spaarfondsen in de private sector van het economische leven”, 1952, Hoofdstuk III.

fonds zoveel mogelijk op de deelnemers af te wentelen door deze in een zo groot mogelijk boektekort per ultimo 1952 te laten delen. Zij kon hierbij gebruik maken van de omstandigheid, dat voor de waardering van de officiëel genoteerde effecten enige jaren geleden was overgegaan van de beurskoersen op de aankoopkoersen (ten hoogste à pari). Volgens een globale taxatie — een nauwkeurige berekening is door het verstrekken van onvoldoende gegevens onmogelijk — bestond het aan de deelnemers voorgelegde tekort voor minstens 15 %, maar mogelijk voor 20 %, uit het verschil tussen de aankoopkoers van de effecten en hun werkelijke waarde voor de verzekerden.

In de Verenigde Staten van Amerika wordt algemeen gewaardeerd naar de zogenaamde „amortized values”; hetgeen neerkomt op het stelsel, dat in dit maandblad is verdedigd door Bos, Brans en Nieuwenhuis ²⁸⁾.

In Zwitserland is waardering tegen contante waarden, waarbij echter voor de activa een rentevoet genomen moet worden, die $\frac{1}{4}$ % hoger ligt dan die voor de passiva, sinds 1939 officiëel aanvaard voor levensverzekeringmaatschappijen ²⁹⁾.

Een van de praktische redenen, waarom Bakker de beleggingen tegen de marktprijs in de jaarrekening wil opnemen is blijkens zijn laatste artikel in het mab, blz. 262, het feit, dat hij een pensioenfonds mede wil laten beleggen in aandelen en onroerend goed, waarvoor de contante waarde van de toekomstige opbrengsten wel zeer moeilijk op een enigszins verdedigbare wijze vastgesteld kan worden. Tegenover verplichtingen in geld mogen echter, indien men niet wil speculeren, uitsluitend geldwaarden staan. Beleggingen in goederenwaarden (aandelen, onroerend goed e.d.) kunnen uiteraard wel een aanvaardbare dekking vormen voor uitkeringen, die op overeenkomstige wijze fluctueren als deze activa. Bij de huidige verplichtingen in guldens behoren goederenwaarden slechts voor te komen tegenover de vrije reserves, d.w.z. tegenover het eigen vermogen van het pensioenfonds. Ik begrijp niet in hoeverre de in een pensioenfonds aanwezige continuïteit ³⁰⁾ zonder meer een motief kan zijn om het evenwicht tussen verplichtingen en de daar tegenoverstaande beleggingen te mogen verstoren. Dit lijkt mij — tenzij er zeer gewichtige redenen zijn om het tegendeel te doen, b.v. een duidelijke run-away inflatie, waartegen men, hoewel niet hiertoe verplicht, de pensioengerechtigden enigszins wil trachten te beschermen — een niet verantwoorde speculatie. Vandaar ook dat ik — ondanks de continuïteit — in mijn definitie zo scherp mogelijk de beleggingen tegenover „hun” verplichtingen heb gesteld ³¹⁾.

In de praktijk zien wij, dat de gezamenlijke bedrijfspensioenfondsen slechts 2 à 3 % van hun vermogen in aandelen en ca 10 % in onroerend goed hebben belegd. Wanneer men weet, dat het percentage aandelen voor ongeveer drie kwart veroorzaakt wordt door één belegger en wanneer men in ogenschouw neemt, dat het leeuwenaandeel van de aandelen een cumulatief preferent karakter heeft en derhalve in feite nagenoeg even

²⁸⁾ Mab., Mei en Juni 1952.

²⁹⁾ Zie Dr J. Visser, „Beoordeling van het weerstandsvermogen van levensverzekeringmaatschappijen, 1953, blz. 62.

³⁰⁾ Mab., Juni 1954, blz. 262.

³¹⁾ Mab., Februari 1954, blz. 66. Voor onroerend goed, dat in het algemeen veel stabielere netto revenuen afwerpt dan aandelen is een ruimer standpunt meer aanvaardbaar, maar men komt hiermede toch op vrij gevaarlijk terrein.

³²⁾ Dr C. Sytsma, De beleggingen van de levensverzekeringmaatschappijen, 1941, blz. 57.

vaste inkomsten afwerpt als goede obligaties dan kan men gerust stellen, dat gewone aandelen niet of vrijwel niet en onroerende goederen in het algemeen slechts voor een zeer laag percentage tegenover de verplichtingen staan. Dit zeker, indien men van die verplichtingen nog de „onkosten-reserve” aftrekt, waartegenover belegging in andere dan vaste inkomsten gevende activa onder bepaalde omstandigheden verdedigbaar is.

Bij de Nederlandse levensverzekeringmaatschappijen, die in het algemeen over een veel groter eigen vermogen beschikken dan pensioenfondsen en die het maken van winst tot doel hebben, vormen de meer riskante goederenwaarden, de aandelen, wel een hoger percentage van de activa, maar zij maken — met inbegrip van grote posten cumulatief preferente aandelen, die in de verslagen van de Verzekeringskamer ten onrechte in één post zijn opgegeven met de gewone aandelen — gemiddeld toch ook niet meer dan ca 4 % hiervan uit, terwijl onroerend goed met slechts ca 7 % is vertegenwoordigd.

Voor zover gewone aandelen en onroerend goed niet tegenover verplichtingen staan, is het uiteraard niet noodzakelijk de toekomstige opbrengsten hiervan met dezelfde rekenrente contant te maken als de verplichtingen om de balans in evenwicht te brengen.

Wat ik in het pleidooi van Bakker over belegging in goederenwaarden kan waarden is de voorwaarde, dat „aanschaffing met bijzondere voorzichtigheid de aangewezen weg is”. Dit betekent voor mij, dat bij de huidige gevaarlijke conjunctuurfase en de op basis van het binnen afzienbare tijd waarschijnlijke dividend vrijwel zonder uitzondering hoger koersen, elke uitbreiding van aandelenbezit met middelen van spaarders voor de institutionele beleggers een onverantwoordelijke speculatie is. Wie mij in dit opzicht te conservatief acht, wil ik eraan herinneren, dat in 1931 door de zes grootste Nederlandse levensverzekeringmaatschappijen volgens Dr Sytsma op aandelen een verlies werd geleden van 42 % van de boekwaarde aan het begin van dat jaar ³²⁾ en dat het koersverlies van dezelfde maatschappijen in de periode 1925—1938 ca f 10.000.000.— bedroeg bij een beginbedrag van ca f 3.600.000.— in 1925 en een eindbedrag van ca f 29.460.000.— in 1938 als aandelenbelegging ³³⁾. Het lijkt mij dan ook wel erg gewaagd om het niet met Sytsma eens te zijn, dat aandelen ongeschikt zijn als belegging voor het spaarfonds van verzekerden ³⁴⁾.

Hiermede meen ik de bezwaren van mijn opponent tegen de door mij aanbevolen waarderingswijze voldoende weerlegd te hebben. Resumerende zou ik willen vaststellen, dat de verschillende oplossingen van het waarderingsprobleem, door Bakker en door mij, goed beschouwd voornamelijk voortvloeien uit een afwijkende opvatting inzake het moment van vervanging, dat voor het samenstellen van de jaarrekening beslissend is.

Even lijkt het alsof mijn opponent de schellen van de ogen zullen vallen, wanneer hij in zijn repliek aan Bos schrijft: „Ik onderschrijf volkomen de mening van de heer Bos, dat men bij de keuze van de grondslag rente voor de waardering van de wiskundige reserve uit dient te gaan van de *verwachte rente*” ³⁵⁾.

Hiermede bent U op de goede weg, geachte heer Bakker. Nog iets verder vooruitzien voor Uw premiereserve en dan hebt U geen evenwicht meer

³³⁾ t.a.p., blz. 241 en 242.

³⁴⁾ t.a.p., blz. 59.

³⁵⁾ Mab., Juli 1953, blz. 309. Cursivering van schr. dezes.

³⁶⁾ Th. Limperg jr., „De Balanswaarde der Beleggingen”, Jaarboekje voor 1907 uitgegeven door de Vereeniging voor Levensverzekering, blz. 202 en 203.

met de daar tegenoverstaande activa en dan gaat U — konsekwent als U bent en handelende overeenkomstig Uw rijper inzicht inzake de betekenis van de toekomst — zeker ook bij de beleggingen correcties aanbrengen. Zo voortgaande komt U, steeds meer onvolkomenheden uitschakelend, vanzelf tot een stelsel, dat, als twee druppels water op elkaar, op het mijne zal lijken. Wanneer mijn pennevruchten U — en de velen, die nog met U dwaalen — tot wegwijzer mogen zijn bij het zoeken naar de juiste weg op het zware terrein der waardering dan zal ik mijn arbeid rijkelijk beloond achten.

Mochten mijn uiteenzettingen nog tekort zijn geschoten aan overtuigingskracht, dan adviseer ik U, heer Bakker, als warme voorvechter van de vervangingswaardeleer eens uit te vorsen, wat Prof. Limperg over de waardering tegen beurskoersen door verzekeringmaatschappijen heeft geschreven. U zult dan in een oud, vergeeld jaarboekje van de Vereeniging voor Levensverzekering van de hand van deze onvolprezen hoogleraar de volgende, als tot U gerichte uitspraken vinden:

„..... ge *ontwricht* Uw balans, ge stelt tegenover Uw wetenschappelijk berekende reserve een groep activa, die volkomen afhankelijk zijn van alle tijdelijke, abnormale invloeden en welker geldelijke grootte voortdurend fluctueert door schattingen van *derden*, welke voor Uw maatschappij géén belang hebben” ³⁶⁾.

En verder:

„De drie factoren, welke naar mijne meening de balanswaarde der belegging bepalen, zijn:

- a. de aankoopprijs;
- b. de verkoopprijs (d.w.z. de prijs, die *inderdaad* bij verkoop zal bedongen worden;
- c. de tijd, gedurende welken de belegging blijft behouden.

Onder deze factoren komt derhalve niet voor de jaarlijksche marktprijs, noch de beurskoers, noch eenige andere noteering of bieding van derden, welke door velen wordt aangenomen als gevende de ruilwaarde van de belegging op den datum der balans.

De ruilwaarde van een activum is voor den eigenaar slechts van belang en kan voor hem slechts van invloed zijn bij zijn berekeningen, wanneer hij de bedoeling heeft, om dat activum te *verkoopen*. Zoolang dat niet het geval is, zoolang hij het activum wenscht te *behouden*, is de ruilwaarde voor hem zonder betekenis” ³⁷⁾.

„Wat tusschentijds *derden* voor een soortgelijk activum geven (markt-noteering) of zelfs wat zij voor onze belegging zouden bieden, laat ons volkomen koud, daar we *weten*, dat we niet vóór den vastgestelden tijd zullen verkoopen en na verloop daarvan een bekenden prijs zullen maken. Dwaasheid zou het dus zijn, onze balansen jaarlijks te laten beïnvloeden door schattingen of biedingen, welke voor ons geen belang hebben” ³⁸⁾.

Aldus heeft de grondlegger van de Amsterdamse school van de vervangingswaardeleer geschreven in November van het jaar 1906.

³⁷⁾ t.a.p., blz. 203.

³⁸⁾ t.a.p., blz. 204.